

Debêntures Batem Recorde, Mas Emissões São Concentradas

André Albuquerque Sant'Anna*

24 de abril de 2007

Nas últimas décadas, os mercados de capitais, particularmente nos países desenvolvidos, tornaram-se mecanismos relevantes de financiamento de longo prazo das empresas. Vários fatores contribuíram para isso, entre os quais podem ser destacados:

- as mudanças de natureza regulatória e a revolução nas telecomunicações;
- o aumento da liquidez global;
- as baixas taxas de juros internacionais; e
- a redução das margens de risco (*spread*) e a busca de ativos mais rentáveis pelos investidores.

O Brasil, a partir de 2005, deixou de ser uma das exceções a esse cenário mundial. Como se pode ver na Tabela 1, o nosso mercado de capitais registrou, em 2006, os maiores valores de emissões primárias de toda a sua história. Trata-se do segundo

Tabela 1

**Mercado de Capitais – Emissões Primárias
(em R\$ milhões de setembro de 2007)***

	Ações	Debêntures	Notas Promissórias	FIDC	Outros	Total
2000	2.191	13.589	11.791	–	2.004	29.575
2001	1.952	21.874	7.598	–	1.951	33.375
2002	1.347	18.763	4.969	256	2.003	27.338
2003	270	6.196	2.496	1.806	1.469	12.237
2004	4.873	10.481	2.443	5.547	3.303	26.647
2005	4.502	42.844	2.714	8.574	4.908	63.542
2006	14.223	69.464	5.279	12.777	8.434	110.177

* corrigidos pelo IPCA

*Economista da Secretaria de Assuntos Econômicos (SAE/BNDES).

ano consecutivo em que esses recordes são superados. De acordo com a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), foram lançados R\$ 110,2 bilhões em títulos privados de renda fixa e variável, um crescimento real de 74% frente ao ano anterior. Esse dado é ainda mais significativo quando se tem em mente que os R\$ 63,5 bilhões emitidos em 2005 já representavam um salto de 138% frente a 2004.

Além da elevada taxa de crescimento, uma segunda característica do mercado de capitais em 2006 foi o fato de sua expansão ter sido um fenômeno geral, afetando todos os segmentos supervisionados pela CVM. Em 2005, o crescimento esteve centrado em debêntures e, em menor escala, nos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC). Mesmo assim, as debêntures continuaram a se destacar como o principal instrumento de captação. Basta ver que, em 2006, esse segmento respondeu por 63% de todo o mercado de capitais, e por 57% do crescimento verificado em todas as emissões primárias.

Diante desse fato, esse número do *Visão do Desenvolvimento* centra-se na evolução recente do mercado de debêntures. Serão analisadas as emissões registradas em 2006, sob a ótica do financiamento de longo prazo das empresas brasileiras.

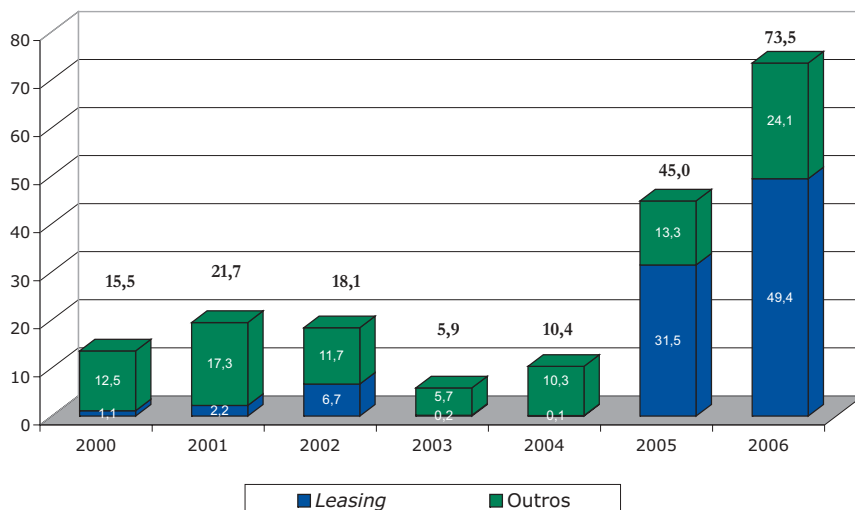
Uma das características marcantes do ano passado é a elevada presença de lançamentos de empresas de *leasing*. Como se pode ver no Gráfico 1, esse setor, depois de ter apresentado um desempenho residual em 2003 e 2004, liderou as emissões nos dois anos seguintes: R\$ 31,5 bilhões, em 2005, e R\$ 49,4 bilhões, em 2006, o que corresponde a 72,2% e 67,2% do total de lançamentos, respectivamente.

Como os *leasings* mais importantes pertencem a conglomerados comandados pelos grandes bancos comerciais, as características dessas emissões obedecem a uma lógica de captação de recursos e a um cálculo de risco diferentes dos lançamentos das demais empresas não-financeiras. Por esse motivo, o restante deste informe centra-se no conjunto dos emissores *ex-leasing*.

Gráfico 1

Emissões Primárias de Debêntures: 2000-2006

(em R\$ bilhões de 2006)



O desempenho desse segmento do mercado de debêntures foi significativo em 2005 e 2006. A preços de 2006, o volume de lançamentos de 2005 – R\$ 13,3 bilhões – foi 30% superior ao de 2004. Entretanto, em 2006, os registros somaram R\$ 24,1 bilhões, ou seja, houve um crescimento real de mais de 80%.

Para se traçar um panorama mais detalhado desse processo, é necessário proceder a uma análise desses lançamentos com base em indicadores como: a evolução da taxa de juros e da rentabilidade; as características das emissões em termos de atividade do emissor, tipo de garantia e prazo de vencimento; e a evolução do mercado secundário.

Taxas de Juros e Rentabilidade

Como foi dito anteriormente, tem havido, nos últimos anos, uma demanda crescente por debêntures, fruto da expansão geral da liquidez e da busca por ativos que proporcionem maior rentabilidade. Um indicador que comprova esse comportamento é a relação entre a remuneração proposta pelos emissores e a efetivamente aceita pelos compradores. Em muitos dos

lançamentos recentes, as taxas propostas foram superiores às apuradas.

Dentre outros fatores responsáveis por esse incremento na demanda por títulos de dívida corporativa, merecem destaque: a trajetória de queda das taxas básicas de juros, o estímulo fiscal a alongamento de prazos dos fundos de investimento e, finalmente, os esforços para conferir maior transparência ao mercado.

Com relação aos juros, o ano de 2006 foi caracterizado pela queda contínua da taxa Selic, que se iniciou a 18% a.a. e terminou a 13,25% a.a. As aplicações em debêntures contribuem para a obtenção dessa maior rentabilidade, uma vez que seus rendimentos são, em geral, superiores à taxa de depósitos interbancários (DI). Por esse motivo, houve um acréscimo da participação de debêntures nos ativos dos fundos de investimento, passando de 3,93% para 4,62%, entre 2005 e 2006. Isto representou uma demanda adicional de R\$ 13,9 bilhões em 2006.

No que diz respeito ao estímulo fiscal, a Receita Federal editou uma Instrução Normativa, em 30/12/2004, estabelecendo uma diferenciação de tratamento entre os fundos de investimento de curto e de longo prazo. Foi instituída uma vantagem tributária à manutenção de carteiras com prazos médios superiores a 365 dias. Como as debêntures têm prazos bem superiores a um ano, a demanda por esses títulos foi bastante beneficiada por esse mecanismo. De dezembro de 2004 a dezembro de 2006, o valor total aplicado em debêntures pelos fundos cresceu 155%.

Por fim, tem havido um esforço de padronização das regras de emissões de debêntures, implementado por instituições como CVM, Associação Nacional dos Bancos de Investimento (Anbid) e Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro (Andima). Esses esforços visam conferir maior transparência e mais segurança aos investidores, e, por conseguinte, maior liquidez ao mercado.

Características das Emissões

A emissão de debêntures envolve custos elevados. Por isso, na prática, apenas empresas de grande porte envolvidas em

grandes emissões fazem uso desse tipo de captação. Como se pode ver na Tabela 2, em 2006, somente 36 empresas não-*leasing* emitiram debêntures. Apesar de esse número ser o maior desde 2000, não é muito superior à média alcançada nos anos anteriores, particularmente se desconsiderarmos 2002 e 2003, anos de crise.

Tabela 2
Empresas Emissoras, Volume Médio e Concentração de Debêntures Ex-*leasing*

	Número de emissoras	Volume médio*	Participação das 3 maiores emissões
2000	34	381	37%
2001	35	561	39%
2002	21	576	36%
2003	15	401	66%
2004	34	305	35%
2005	29	458	27%
2006	36	668	40%

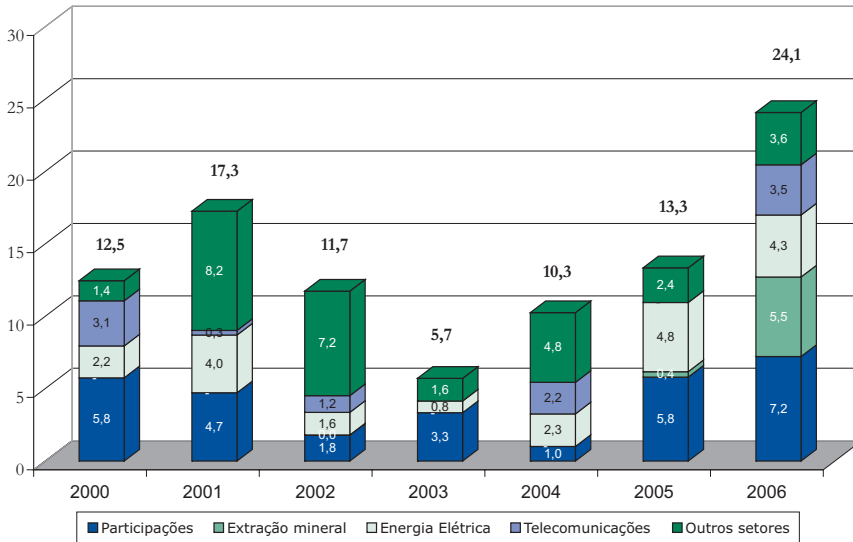
Fonte: Comissão de Valores Mobiliários (CVM), elaboração do autor.

* Em R\$ milhões de 2006, corrigidos pelo IPCA.

Outra característica importante é a concentração das emissões. No período em análise, as três maiores emissões responderam por mais de um terço do valor total dos lançamentos anuais. A exceção foi 2003, quando esse indicador chegou a dois terços, em virtude da crise associada à eleição presidencial no ano anterior. O dado de concentração para 2006, 40% do total, foi um pouco superior à média dos anos anteriores, mas está em linha com as características do mercado. Outro dado significativo é o valor dos lançamentos. Em termos reais, a média de 2006, R\$ 668 milhões, foi um pouco superior à do restante do período, mas não chega a caracterizar uma mudança estrutural importante.

Tendo em vista o número restrito de participantes no mercado, as emissões também são tradicionalmente concentradas em alguns poucos setores: empresas de participações, de mineração, de energia elétrica e de telecomunicações (Gráfico 2). Em 2006, chama a atenção o aumento da participação do setor extrativo mineral, que respondeu por 23% do volume emi-

Gráfico 2
Emissões Primárias por Setor (Ex-leasing)



tido, como consequência de um lançamento de R\$ 5,5 bilhões realizado pela Companhia Vale do Rio do Doce.

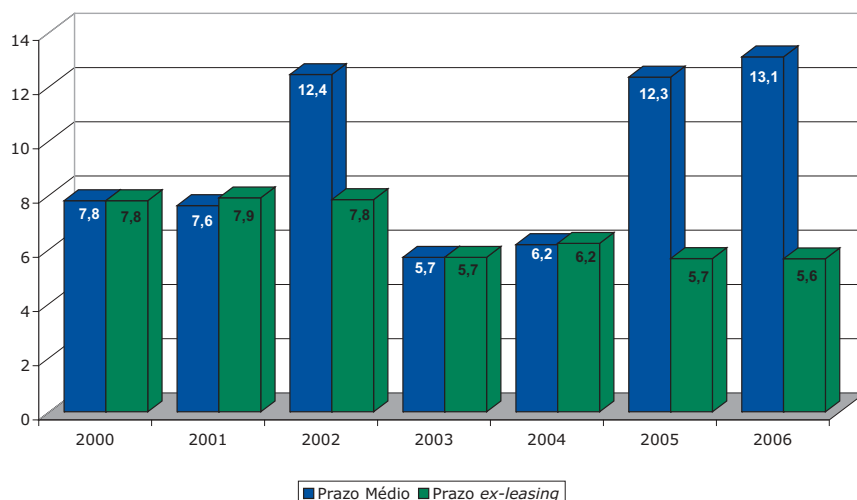
Com relação às garantias oferecidas, apenas 3,9% dos valores lançados em 2006 estiveram associados às do tipo real ou flutuante. Todo o restante – 96,1% – foi formado por debêntures subordinadas ou quirografárias. Estas últimas oferecem pouca segurança ao credor, uma vez que, na hipótese de liquidação da emissora, estarão em posição inferior aos detentores de garantias reais ou flutuantes, além de créditos tributários e trabalhistas.

Portanto, ao aceitar esse tipo de garantia, um credor está assumindo um risco mais alto e necessita ter mais confiança na empresa emissora. O que vem acontecendo, todavia, é que as emissoras preferem fazer uso desse tipo de garantia, uma vez que não limitam o volume emitido. Com isso, podem captar somas superiores às que seriam possíveis no caso de uso de, por exemplo, garantia real. Entretanto, as debêntures quirografárias ou subordinadas recentemente lançadas em geral oferecem algum conforto adicional aos credores, na forma de obrigações

que restringem, do ponto de vista financeiro, sua autonomia decisória e estabelecem metas para alguns indicadores.

Os demandantes de debêntures mantêm uma postura de baixa propensão a risco com relação ao indexador da taxa de juros. Por essa razão, 95% das emissões em 2006 foram indexadas à taxa de depósitos interbancários (DI). Duas são as principais razões para esse comportamento: ainda há memória recente dos choques de juros e há uma grande oferta de substitutivos próximos – títulos públicos atrelados à taxa Selic que gozam de elevada liquidez. Debêntures indexadas à DI são uma forma de minimizar esses dois tipos de risco. Se houver choque de juros, como a taxa DI acompanha a taxa Selic, não há perda de valor do título para o tomador. Além disso, como pagam ligeiramente acima da DI, esses títulos representam uma alternativa de rentabilidade frente aos títulos públicos indexados à Selic, que contam com maior liquidez e segurança. Embora seja interessante para o comprador, a indexação à taxa DI torna esse tipo de financiamento mais arriscado para investimentos de longo prazo, já que o risco de variações da taxa de juros é integralmente assumido pelo emissor.

Gráfico 3
Prazo Médio das Emissões de Debêntures



Da mesma forma que as taxas de juros, os prazos totais das debêntures também refletem um perfil de demanda ainda muito avesso a risco de rupturas no cenário macroeconômico, mesmo quando trata da aceitação de dívidas privadas de um número restrito de empresas com boa classificação de risco. Os dados consolidados no Gráfico 3 corroboram essa realidade. Sem se levar em conta as empresas de *leasing*, os prazos dos lançamentos tenderam a encurtar ao longo do tempo. Enquanto entre 2000 e 2002 a média foi de 7,8 anos, a partir de 2003, esse mesmo indicador passou a ser de 5,8 anos, ou seja, houve um encolhimento de dois anos.

Mercado Secundário

O mercado secundário de debêntures não tem acompanhado a expansão recente das emissões primárias. De acordo com a Andima, o volume diário transacionado nos últimos quatorze meses foi inferior a R\$ 70 milhões por dia. Trata-se de um valor baixo, quando comparado ao de outros mercados como, por exemplo, o de ações, que recentemente chegou a alcançar R\$ 4 bilhões por dia, e o da dívida pública, que transacionou uma média de R\$ 22,2 bilhões por dia, em dezembro último.

O mais preocupante é que, entre 2000 e 2006, o estoque de debêntures no mercado multiplicou-se por 7, passando de R\$ 21 bilhões para R\$ 156 bilhões. Mesmo assim, não há sinais de que a dimensão do mercado secundário tenha aumentado. Isso significa dizer que os tomadores de debêntures de empresas *ex-leasing* continuam a ser basicamente instituições encarteiradoras desses títulos.

Conclusão

O mercado de capitais brasileiro está atravessando um período de rápido crescimento. Em 2006, registraram-se recordes de emissões primárias em praticamente todos os segmentos. Esse desempenho está, em boa medida, relacionado à expansão da

liquidez internacional e à trajetória de melhoria nas condições externas da economia brasileira.

Em um cenário interno e externo de elevada liquidez e de maior demanda por ativos mais rentáveis, os mercados de capitais brasileiros e, em particular, o de debêntures encontraram condições para apresentar, nos últimos dois anos, um salto em termos de emissões primárias. As taxas de crescimento foram excepcionais.

O aumento da escala não foi, no entanto, acompanhado por uma mudança estrutural mais profunda no mercado. O número de empresas emissoras continua restrito. A *duration* e o prazo total das emissões, particularmente das empresas *ex-leasing*, ainda são relativamente curtos. O mercado secundário, por sua vez, não mostrou o mesmo vigor das operações primárias. Essas características limitam atualmente a capacidade de as debêntures atenderem às necessidades de financiamentos para a constituição de ativos fixos na indústria e na infra-estrutura.

Mesmo assim, há alguns importantes sinais de avanços, que podem se consolidar em mudanças mais estruturais, a depender da trajetória do mercado de capitais no futuro próximo. Nesse sentido, os ganhos em termos de auto-regulação e padronização são significativos. A colocação realizada pelo BNDES, através da BNDESPar, também mostra um potencial importante de crescimento, particularmente junto aos investidores pessoas físicas.

Ainda é cedo para afirmar que o mercado de debêntures está diante de uma trajetória que o levará a ser em breve uma alternativa consistente de financiamento a investimentos de prazo mais longo, como os destinados a ativo fixo. A maior parte das operações destina-se à reestruturação de dívidas, fusões e aquisições, e capital de giro. Uma mudança mais profunda só deverá, no entanto, se consolidar quando, em simultâneo, houver uma alteração do perfil da dívida pública, com alongamento de prazos e menor participação de títulos atrelados a taxas flutuantes.

